

VU Research Portal

Misverstanden over de kredietcrisis

den Butter, F.A.G.

published in
Vuurwerk
2009

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

den Butter, F. A. G. (2009). Misverstanden over de kredietcrisis. *Vuurwerk*, 5(9), 6-9.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Misverstanden over de kredietcrisis

Frank A.G. den Butter

Hoogleraar Algemene Economie, Vrije Universiteit

De echte oorzaak van de kredietcrisis ligt bij onverantwoord gedrag van banken en toezichthouders die geen, of te weinig begrip en aandacht toonden voor systeemrisico's. Nu de crisis wereldwijd en in volle hevigheid is overgeslagen naar de reële economie, raken velen door dit onverantwoord gedrag werkloos. Het is wrang dat de crisis vooralsnog de economen van de straat lijkt te houden. Zij hebben er een dagtaak bij gekregen om op allerlei manieren de crisis te duiden en met aanbevelingen te komen hoe we er weer uit komen. De meningen rollen over elkaar heen en waaieren alle kanten uit. Vanuit andere disciplines wordt met een flinke minachting op die domme economen neergekeken. Gevallen priesters noemt columnist Ewald Engelen ze in *De Groene Amsterdammer*. Daarbij wordt veelal het hele kapitalistische systeem, en de drammerigheid van economen om dit systeem op te hemelen, als veroorzaker van alle ellende gezien.

In mijn beleving gaat het bij vele van deze meningen om halve of hele misverstanden. De werkelijke oorzaak van de crisis is dat door bundeling en doorverkoop van de pakketjes onveilige activa – de securitisatie – banken onderling zodanig verstrengeld zijn geraakt, dat de negatieve schok op de Amerikaanse huizenmarkt het hele financiële systeem als een kaartenhuis heeft doen instorten (Gallegati et al. 2008). De ernst van het systeemrisico werd over het hoofd gezien. In de financiële markten is een vorm van marktfalen ingebouwd waarbij vooralsnog niet precies duidelijk is welke negatieve externe effecten hierbij een rol hebben gespeeld (Den Butter, 2009). Het was en is de taak van de overheid, en in dit geval het macro-prudentieel toezicht, om deze externe effecten te internaliseren. Om in de toekomst een dergelijke systeemcrisis te voorkomen, is dus nodig dat er een goed inzicht komt op de externe effecten van risicoafwenteling in de financiële wereld.

Rol van vertrouwen

Het verdient aanbeveling vanuit een onafhankelijke blik hiertoe een coherent onderzoeksprogramma op te stellen. Daarbij is vooral van belang zicht te krijgen op het mechanisme dat de financiële markten heeft doen omslaan van een evenwicht van wederzijds vertrouwen naar een evenwicht van wederzijds wantrouwen. De directe taak voor de overheid hierbij is de terugkeer te bewerkstelligen naar het evenwicht van wederzijds vertrouwen, net zoals de overheid de taak heeft om bij de voorziening van collectieve goederen het dilemma van de gevangenen te doorbreken en de economie in het evenwicht van wederzijdse samenwerking te doen belanden. Terecht heeft de Nederlandse overheid het vertrouwen dat nog in haar gesteld werd gebruikt door banken, die in de problemen dreigden te komen, geheel of gedeeltelijk te nationaliseren. Dat vertrouwen in de overheid is in zo'n situatie, waarbij het vertrouwen in de banken is verdwenen, zeer veel geld waard, en de overheid heeft die positie uitstekend benut.

Financiële innovaties

Op de lange termijn dient, zoals gezegd, goed toezicht het marktfalen te doen voorkomen. In dat geval kunnen financiële innovaties een positieve bijdrage leveren, en geen negatieve, zoals nu met securitisatie het geval was. Een eerste misverstand is namelijk dat innovaties altijd goed voor de economie zijn. Ter vergelijking kan hier het voorbeeld gelden van vissers die dankzij een innovatie over betere netten kunnen beschikken. Individueel zijn ze hierdoor efficiënter, maar op collectief niveau betekent het dat de zee eerder is leeg gevist. Wanneer er echter sprake is van een goede regulering – in dit geval vaststelling en strikte handhaving van vangstbeperkingen – zal de innovatie van de betere netten juist een positieve uitwerking hebben. De productiviteit stijgt en de vis wordt minder duur betaald. Deze vergelijking, die natuurlijk maar tot op zekere hoogte opgaat, toont hoe een innovatie een versterking van negatieve externe effecten tot gevolg kan hebben wanneer er geen goede regulering van die externe effecten is. Bij een adequate regulering kan er dan sprake van zijn van positieve externe effecten. Het voorbeeld van de vissers en vangstbeperkingen toont ook hoe moeilijk het in de praktijk kan zijn om goed te reguleren. Er is een groep onafhankelijke deskundigen nodig die een geloofwaardige analyse dient te maken van de toekomstige ontwikkeling van de visstand. Dan nog spelen politieke belangen in de vaststelling van de visquota een zodanig grote rol dat het advies van de deskundigen veelal niet wordt gevolgd. Uiteindelijk zijn de vissers hier echter zelf de dupe van. Dat geldt evenzeer voor de banken die uitsluitend hun eigen belang nastreven en geen rekening houden met boemerangeffecten. Het verschil is dat de banken hopen op een bailout zodat het slechte gedrag op anderen wordt afgewenteld. Dat zicht op een bailout moet in de toekomst onaantrekkelijk worden gemaakt door bankdirecties tot aftreden te dwingen wanneer een bailout echt noodzakelijk blijkt.

Emoties

Een volgend misverstand is dat ongetemde emoties een oorzaak van de crisis zijn geweest. Verwijzing naar emoties en niet-rationeel gedrag levert geen analyse op die voor het macro- toezicht bruikbaar is. Bovendien is het ondenkbaar dat emoties een cruciale rol spelen in een wereld waar het om verlies of winst van miljarden gaat. Zoals het voor professionele pokerspelers geldt dat zij zich niet door emoties moeten laten leiden, en hun eigen emoties zelfs zo goed mogelijk moeten verhullen, zo geldt dat ook voor de spelers op de financiële markten. In beide gevallen moeten er snel beslissingen genomen worden in een situatie van informatieonzekerheid, zowel over de eigen kansen als over de positie van anderen. Dat vergt een door ervaring gelouterde intuïtie, maar juist geen emotionaliteit of irrationeel gedrag.

De beloningsstructuur

Dit brengt een ander aspect voor het voetlicht dat veelal als oorzaak van de crisis wordt aangeduid, namelijk de asymmetrische beloningstructuur in de financiële wereld waarbij winst met grote bonussen wordt beloond, maar waarbij verlies niet wordt bestraft (zie bv. Zalm, 2008). Natuurlijk is dit een aberratie van het systeem, maar het is eerder een gevolg dan een oorzaak van de systeemfout. Indien immers de externe effecten via een adequate regulering prefect zouden worden geïnternaliseerd en banken die te grote risico's nemen daarvoor zelf alle kosten zouden dragen, zouden dergelijke asymmetrische beloningssystemen niet plaatsvinden. Daarom dienen dergelijke beloningssystemen vooral te worden gezien als symptoom en indicator dat er wat mis is in het systeem. Dat neemt niet weg dat, voor zover de regulering niet op andere manier deze aberratie weet uit te bannen, hier wel symptoombestrijding moet plaatsvinden.

De kredietbeoordelaars

Iets dergelijk geldt voor de kredietbeoordelaars (“rating agencies”) die wel als schuldigen aan de crisis worden aangemerkt. Bij een adequate regulering zullen de banken er wel voor waken dat zij zich niet door een te gunstige risicobeoordeling tot het aangaan van onverantwoorde risico’s laten verleiden. Maar ook hier geldt in de imperfecte wereld dat toezichthouders beter zelf een eigen risicobeoordeling kunnen laten maken.

Kapitalistische hebzucht

Degenen die de crisis als het failliet van het kapitalistische systeem zien, wijzen ongebreidelde hebzucht als oorzaak aan. Ook dit is een misverstand: hebzucht, of om het neutraler te stellen, nastreven van eigenbelang draagt volgens de economische theorie juist bij tot de welvaart. In de moderne markteconomie is het echter de taak van de overheid om ongewenste hebzucht – dat is hebzucht die anderen schade berokkent – in te dammen. Dat is het belangrijkste argument voor overheidsregulering, een regulering die in het geval van de financiële markten niet op juiste wijze heeft plaatsgevonden omdat, zoals gezegd, er geen goed zicht is op de externaliteiten die de crisis hebben veroorzaakt.

Besluit

De huidige crisis wordt wel gezien als het uiteenspatten van de zeepbel, die in de voorafgaande periode is ontstaan vanwege uitbundige kredietverlening en een onverantwoord op de pof leven. Dat laatste geldt in het bijzonder voor de Verenigde Staten. Zo wordt wel gesteld dat iedereen een beetje schuldig is aan de crisis: consumenten, de overheid, de lage rente politiek, de beleggers, en dus dat niemand echt schuld heeft. De zeepbel, zo daarvan gesproken kan worden, is ontstaan door kortzichtig winstbejag van banken en onmacht van macrotoezicht. Daar moet de oorzaak en dus de oplossing van de crisis worden gevonden. Het laatste misverstand is daarbij deze crisis te identificeren met eerdere zeepbellen die uiteen zijn gespat. In dat geval zou nu toch bekend moeten zijn welke de beste oplossing is, of zou de crisis zelfs zijn voorkomen. Maar iedere zeepbel is verschillend. De theorie van de zeepbellen biedt daarom alleen een beschrijving van de gang van zaken, en geen analyse. Economen mogen dan wel gevallen priesters zijn, ze zijn geen ezels die zich tweemaal aan dezelfde steen stoten..

Literatuur

Butter, F.A.G. den, 2009, Falen van de financiële markten, *Bank- & Effectenbedrijf*, 59, blz. 14-19

Gallegati, M., B. Greenwald, M.G. Richiardi en J.E. Stiglitz, 2008, The asymmetric effects of diffusion processes: risk sharing and contagion, *Global Economy Journal*, 8, Issue 3, Article 2

Zalm, G., 2008, Financiële prikkels in de overheidssector en in de financiële sector, Bijdrage Lustrumsymposium FEWEB, Vrije Universiteit, 21 Oktober 2008.